

Joel Tillinghast

Pequeñas ideas, grandes fortunas

Cómo evitar errores, engaños
y trampas a la hora de invertir



Joel Tillinghast
**Pequeñas ideas,
grandes fortunas**

Cómo evitar errores, engaños
y trampas a la hora de invertir

Traducción de Esther Cruz

Prólogo de Peter Lynch

ediciones península

Título original: *Big Money Thinks Small*

Copyright © 2017 Joel Tillinghast

Todos los derechos reservados.

Queda rigurosamente prohibida sin autorización por escrito del editor cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra, que será sometida a las sanciones establecidas por la ley. Pueden dirigirse a Cedro (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesitan fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra (www.conlicencia.com; 91 702 19 70 / 93 272 04 47).
Todos los derechos reservados.

El papel utilizado para la impresión de este libro está calificado como papel ecológico y procede de bosques gestionados de manera sostenible.

Primera edición: septiembre de 2019

© de la traducción del inglés: Esther Cruz Santaella, 2019

© de esta edición: Edicions 62, S.A., 2019
Edicions Península,
Diagonal 662-664
08034 Barcelona
edicionespensula@planeta.es
www.edicionespensula.com

PAPYRO - fotocomposición
DEPÓSITO LEGAL: B. 14.417-2019
ISBN: 978-84-9942-838-3

ÍNDICE

Prólogo de Peter Lynch	9
------------------------	---

PARTE I PRESTIDIGITACIÓN MENTAL

1. Un mundo de locos	17
2. Truquitos humanos (sesgos de decisión)	35
3. Jugadores, especuladores e inversores	51
4. Mente de dinero	65

PARTE II PUNTOS CIEGOS

5. ¿Necesidad de información?	77
6. Dame una vida sencilla	91
7. Pequeñas ideas	105
8. Alzas en el mercado chino	127

PARTE III
FIDUCIARIOS HONRADOS Y CAPACES

9. Atreverse a la genialidad (o distinguirse)	145
10. El valor del dinero	155
11. ¿Llevan los malos sombreros negros?	173
12. Envío de ladrillos y otros enigmas contables	191

PARTE IV
LARGA VIDA Y PROSPERIDAD

13. ¿Se acerca el fin?	211
14. Pozos petroleros y mareas negras	229
15. Acciones tecnológicas y ciencia ficción	247
16. ¿Cuánta deuda es demasiada?	269

PARTE V
¿QUÉ VALE ESTO?

17. ¿Subirá el más bajo?	285
18. ¿Qué ganancias cuentan?	309
19. El arte de juzgar el valor	325
20. Problema de doble burbuja	345
21. Dos paradigmas	365
Agradecimientos	385
Índice temático	387

UN MUNDO DE LOCOS

Tus creencias se convierten en tus pensamientos, tus pensamientos se convierten en tus palabras, tus palabras se convierten en tus acciones, tus acciones se convierten en tus costumbres, tus costumbres se convierten en tus valores, tus valores se convierten en tu destino.

MAHATMA GANDHI

¿Quieres ser rico? Los economistas la consideran una pregunta absurda, porque la respuesta es un «¡SÍ!» demasiado obvio. Dudo que una persona que no se sienta atraída por la idea de amasar una fortuna vaya a pararse a leer un libro sobre decisiones de inversión. Aun así, no es nada sensato ni para mí ni para nadie dar por sentadas demasiadas cosas sobre motivos, creencias o decisiones. Un tema clave en este libro es que la realidad del mundo de las inversiones no es como aparenta, y a menudo lo ideal difiere tanto de las apariencias como de la realidad. Tampoco elegimos realmente del modo racional que imaginamos. Además, esas elecciones no son perfectas: todos tomamos decisiones de las que después nos arrepentimos.

Este libro habla de tener éxito en el mundo de las inversiones evitando cometer errores. De acuerdo con el marco organizativo del texto, dividido en cinco partes, disfrutaremos de agradables recompensas al invertir si: a) tomamos decisiones de un modo racional;

b) invertimos en lo que conocemos; c) trabajamos con gestores honrados y fiables; d) evitamos negocios propensos a la obsolescencia y a la ruina financiera, y e) valoramos las acciones adecuadamente. Si bien las historias de mis errores que cuento en el libro las entenderán de un modo más inmediato quienes ya hayan cometido sus propias equivocaciones de inversión, confío en que el texto ofrezca a un público más amplio la oportunidad de aprender de los fallos ajenos y en que tenga cierto valor como entretenimiento.

He gestionado el Fidelity Low-Priced Stock Fund (FLPSX o Fondo de Acciones a Bajo Precio de Fidelity) con un enfoque de valor intrínseco desde 1989, y dicho fondo ha registrado mejores resultados que los índices Russell 2000 y Standard & Poor's 500 en cuatro puntos porcentuales anuales. A lo largo de veintisiete años, 1 dólar invertido en el FLPSX creció hasta los 32 dólares, mientras que 1 dólar invertido en el índice aumentó a 12 dólares.

No obstante, el mundo de los negocios y de las acciones cambia constantemente. Lo que ha funcionado en el pasado puede no seguir funcionando. Y lo que es más importante: los inversores son diversos, con diferentes esquemas emocionales, aptitudes, conocimientos, motivaciones y objetivos. Desde luego, no todos tienen la misma talla. Y como nos acabamos de conocer, prefiero no sacar conclusiones precipitadas.

«¿QUÉ ES LO PRÓXIMO?» Y «¿QUÉ VALE ESTO?»

La mayoría de los inversores busca responder dos preguntas: «¿qué es lo próximo?» y «¿qué vale esto?». Nuestro cerebro suele lanzarse a responder la primera pregunta normalmente antes de darnos cuenta siquiera de que se ha planteado. El precio de las acciones ha estado subiendo, así que lo próximo será que suba algo más; a no ser, claro, que baje. Una empresa declara unos resultados financieros catastróficos. Y entonces el pronóstico de las ganancias se recorta y el

precio de las acciones se hunde. A no ser, claro, que el mercado sepa que se va a producir un baño de sangre y vea como un alivio que las directrices del órgano de gestión no sean más desalentadoras. Inevitablemente, después de lo próximo, sea lo que sea, ocurrirá algo más, algo para lo que quizá no estemos preparados. La pregunta sobre qué será lo próximo es una rueda infinita de «¿y luego qué?», y muchas de las respuestas estarán equivocadas.

Cuanto mayor sea nuestro horizonte temporal, más probabilidades tendremos de estar un paso por delante de otros inversores. Los inversores conscientes estarán pendientes de al menos unas pocas iteraciones de lo próximo que vaya ocurriendo. La respuesta al segundo «¿qué es lo próximo?» depende en cierto modo de la primera, y la respuesta al tercero, de la segunda y quizá también de la primera. Y así sucesivamente. Supongamos, por ejemplo, que una empresa ha desarrollado un producto nuevo maravilloso, cosa que suele conllevar numerosas ventas y grandes beneficios. Pero los grandes beneficios atraen a la competencia y eso significa... A veces, la primera empresa en lanzar un producto gana y se lo lleva todo. En otras ocasiones, la pionera es la que termina con la espalda llena de flechas, como advertencia de adónde no hay que ir. Correctas o no, yo no sé cómo convertir esas respuestas en decisiones de inversión.

«¿Qué vale esto?» es una cuestión incluso más enrevesada. Muchos obvian la pregunta sobre el valor porque creen que es demasiado complicado responderla. Otros no la plantean porque dan por sentado que el precio de una acción y su valor son lo mismo. Suponen que una acción vale exactamente lo mismo que por lo que puede venderse (o comprarse). Si debemos vender con prisas, recibiremos el precio de mercado, no el valor. No obstante, la idea básica de la inversión en valor —que yo defiendo— es que el precio y el valor no son siempre iguales, aunque deberían serlo en algún momento, en el futuro. Dado que no sabemos cuál será ese momento, la paciencia es requisito obligatorio.

La prueba del valor llega años después, mucho más tarde que la decisión de comprar o vender. El valor solo puede mostrarse de un modo indirecto, nunca con precisión, ya que se basa en proyecciones de ganancias y flujos de caja en un futuro insondable. Las previsiones siempre serán adivinaciones, no hechos. En muchos casos, el resultado real dependerá cada vez más de lo que ocurra con el tiempo. Si las pérdidas de este año son especialmente horribles y la empresa se hunde, desde luego se trataba de un valor terminal. La mayoría de la gente carece de la paciencia necesaria para lidiar con algo tan lento e incompleto como una valoración.

Responder «¿qué vale esto?» requiere paciencia y poca rotación. Sin embargo, el camino en apariencia más fácil de comprar y vender constantemente basándose en «¿qué es lo próximo?» no funciona para la mayoría de los inversores, ni siquiera para los profesionales. La rotación de una cartera se define como el valor inferior de adquisiciones o ventas, a modo de porcentaje de activos, por lo que una cartera con una rotación del 100 % cambiaría completamente sus valores todos los años. Los fondos mutualistas tienen la directriz de archivar datos de sus valores y rotaciones ante la Securities and Exchange Commission (Comisión de Bolsa y Valores o SEC) de Estados Unidos, así que su comportamiento es asunto público.

En líneas generales, la mayoría de los estudios demuestra que, cuanto más alta es la rotación, peor funciona el fondo (véase la tabla 1.1). Todos los estudios que he consultado indican que los fondos mutualistas con una rotación de cartera superior al 200 % tienen malos resultados. Los que presentan una rotación superior al 100 % funcionan algo mejor, pero no mucho. Los estudios no se ponen de acuerdo, eso sí, a la hora de determinar si el mejor nivel de rotación es el moderado o el tan próximo a cero como sea humanamente posible. Los fondos mutualistas con una rotación por debajo del 50 % tienen más probabilidades de mostrar un enfoque razonado y paciente, como el de la inversión en valor.

Tabla I.I. ROTACIÓN DE FONDOS MUTUALISTAS
Y RENDIMIENTOS EXCESIVOS.

Quintil de rotación	Tasa de rotación media	Rendimientos excesivos anuales
Alto 1	128 %	-0,24 %
2	81 %	-0,31 %
3	59 %	+0,07 %
4	37 %	+0,33 %
Bajo 5	18 %	+0,10 %

Fuente: Salim Hart (Fidelity), fondos activos de renta variable incluidos en Morningstar con más de 500 millones de dólares en activos.

FOLCLORE Y MULTITUDES

Historiadores, psicólogos y economistas describen el comportamiento de los mercados bursátiles de manera distinta. Durante siglos, el folclore sobre las bolsas de valores las ha representado como carnavales atestados y anónimos de delirio y alboroto de masas, con un tufillo pecaminoso. En un espacio físico en el que la avaricia y la envidia son constantes, nadie espera que las decisiones tomadas sean ideales desde un punto de vista moral. Económicamente, los mayores peligros se derivan de malinterpretaciones de la realidad, lo que conduce a bucles infinitos de *booms* y caídas. Algunos ejemplos de ello son la tulipomanía holandesa, la burbuja de los Mares del Sur, el crac del 29, la burbuja de activos de Japón y otras cuantas docenas más, incluidas, claro, las burbujas tecnológica e inmobiliaria. Los inversores creían formar parte de aventuras que reinventarían el mundo. Cuando las burbujas explotaron, los inversores se quedaron con pérdidas de capital, timos y deudas aplastantes.

El polímata francés Gustave Le Bon escribió *La muchedumbre* en 1895 como diatriba sobre la política francesa, pero sus observaciones describen además el modo en que se desarrollan las obsesiones en los mercados bursátiles. Bajo la influencia de las masas, los indi-

viduos actúan de formas extrañas, como no lo harían en solitario. El tema principal en *Le Bon* es que las masas están mentalmente unificadas en el denominador común más bajo y bárbaro de su inconsciencia colectiva —instintos, pasiones y sentimientos— y nunca en la razón. Al ser incapaces de razonar, las masas no pueden separar la realidad de la ficción. Se sienten impresionadas por el espectáculo, las imágenes y los mitos. La desinformación y la exageración se hacen contagiosas. El prestigio corresponde a los auténticos creyentes que reafirman creencias compartidas. Las masas persiguen una ilusión hasta que esta queda destruida por la experiencia.

Los inversores británicos no pudieron resistirse a la imagen de ciudades de oro en el Nuevo Mundo, por lo que inflaron la burbuja de los Mares del Sur. Actualmente, El Dorado es tan imaginable como los análisis de sangre sin pinchazos, las colonias en Marte o los coches sin conductor alimentados por energía solar. Los inversores pueden mostrar la misma pasión por acciones como las de Facebook, Amazon, Salesforce.com o Tesla que por la religión o la política. Los gestores profesionales de fondos deberían ser menos susceptibles a las presiones para encajar y adaptarse que un individuo particular, pero... Vivimos con evaluaciones trimestrales y anuales de nuestro rendimiento relativo y de las desviaciones con respecto a los índices de referencia, y con clientes que se largan con sus cuentas cuando nos quedamos atrás en la carrera.

La Compañía de los Mares del Sur se fundó en 1711 como un sistema para privatizar la deuda gubernamental británica. La Corona garantizó a la Compañía derechos exclusivos para comerciar con América del Sur. Los tenedores de anualidades (bonos) del Gobierno podían permutarlas por acciones en la Compañía y esta, a su vez, recaudaba los intereses de los bonos. El ingreso por intereses iba a ser la única fuente de ganancias netas de la Compañía. Aunque el comercio internacional generó un chisporroteo especulativo, la Compañía nunca sacó ningún beneficio de ello, ni siquiera después de añadir esclavos a sus cargamentos. En cualquier caso, transcurri-

do medio año, el precio de las acciones de la Compañía se multiplicó por ocho, hasta alcanzar un pico cercano a las 1.000 libras esterlinas en junio de 1720. El rey Jorge I era gobernador honorario de la Compañía, y buena parte de la sociedad londinense se vio envuelta en esta obsesión. Las acciones se ofrecían en un plan de plazos. Otros pedían dinero prestado para adquirirlas. Las acciones de la Compañía se hundieron a las 150 libras a los pocos meses y cayeron por debajo de las 100 libras al año siguiente, lo que arruinó a muchos que habían recurrido al apalancamiento.

En la burbuja de los Mares del Sur se cometieron cinco categorías de errores. Los inversores hicieron lo contrario a los cinco principios clave recogidos en este libro. En primer lugar, «tomar decisiones de un modo racional». La decisión de invertir en la Compañía de los Mares del Sur reflejaba una alucinación compartida con las ciudades de oro de América del Sur. Ciertamente es que el comercio con la América del Norte anglófona había sido lucrativo, pero América del Sur era en gran parte territorio español. Cuando no es posible dilucidar los hechos fácilmente, nos ajustamos a los juicios (a menudo errados) de quienes tienen la autoridad. La titularidad de acciones por parte del rey y su posición en la Compañía seguro que sirvieron de respaldo. El miedo a perderse algo suena ridículo hasta que ves a la gente de tu alrededor embolsarse dinero caído del cielo. ¡Y ese miedo llega a ser abrumador! Cuentan que sir Isaac Newton, el reputado físico, perdió dinero en la burbuja de los Mares del Sur y luego declaró: «Soy capaz de calcular los movimientos de los cuerpos celestes, pero no la locura de la gente».

En segundo lugar, «invertir en lo que se conoce». Ningún aspecto de la experiencia de la mayoría de los inversores en la Compañía de los Mares del Sur los facultaba para cuantificar los beneficios del comercio con América del Sur. Los viajes transoceánicos eran largos y lentos, y pocos habían estado fuera de Inglaterra o hablaban español. Los inversores quizá no concibiesen que España tuviera interés en monopolizar el comercio con sus propias colonias. Los

miembros de la familia real y la aristocracia rural estaban en la cima del orden social, estatus en el que una familiaridad excesiva con los negocios se consideraba un demérito. Los únicos ingleses que quizá tenían alguna idea acerca de la rentabilidad de los viajes a América del Sur eran los piratas.

En tercer lugar, «trabajar con una gestión honrada y capaz». Los promotores de la Compañía de los Mares del Sur no tenían experiencia en dirigir rutas de navegación, ni tampoco les interesaba, y estaban decididos a ganar dinero a costa de los accionistas, no con ellos. Entonces, al igual que ahora, los monopolios autorizados por los Gobiernos eliminaban la competencia y eran por lo general lucrativos, aunque haya quien perciba en ellos un aspecto delictivo. Se habían ofrecido opciones de acciones a los miembros de la clase dominante, incluidos el rey Jorge I, sus amantes alemanas, el príncipe de Gales, el canciller de la Hacienda y el secretario del Tesoro. Los promotores de la Compañía de los Mares del Sur emitieron acciones a precios inflados. En la oferta más amplia, las acciones se permutaron por anualidades gubernamentales con un valor nominal tres veces superior. *A posteriori*, John Aislabie, el canciller de la Hacienda, y otros fueron acusados de prevaricación y encarcelados, y otras docenas de personas cayeron en desgracia.

En cuarto lugar, «evitar industrias competitivas y buscar estructuras financieras estables». La naturaleza del comercio en América del Sur y las estructuras financieras en torno a los accionariados hicieron que el fracaso fuera inevitable con el tiempo. La Corona inglesa no tenía libertad para autorizar el monopolio, ya que mantener el control del comercio con sus colonias era cuestión de interés para España, que no tenía a Inglaterra como aliada. Francia también tenía sus ambiciones, lo que enturbiaba las perspectivas a largo plazo para las rutas de los Mares del Sur. Además, las adquisiciones de acciones de la Compañía se financiaban de maneras no estructuradas para perdurar. Muchos empleados gubernamentales recibieron acciones sin pagar efectivo por adelantado, en algo equivalente a

una opción de compra, o bien a un soborno, ya que esos empleados podían limitarse a recaudar las ganancias netas sin más. Las acciones se ofertaban públicamente a plazos, con un pago inicial y dos pagos posteriores, mientras que otros pedían dinero prestado para adquirir acciones. Cuando vencían las facturas, muchos vendían las acciones para obtener efectivo.

Por último, «comparar el precio de las acciones con su valor intrínseco». El precio de mercado de las acciones de la Compañía estaba totalmente desconectado de cualquier estimación realista de su valor. El valor intrínseco es el valor «real» de una acción, basado en los dividendos que es esperable pagar durante el tiempo de vida útil que le reste a la acción. Archibald Hutcheson, parlamentario que se oponía a este sistema, calculó en la primavera de 1720 que las acciones valían 150 libras, mientras que el precio de mercado multiplicaba esa cantidad varias veces. La estimación del valor hecha por Hutcheson se basaba en gran medida en el ingreso de intereses de la Compañía. En años anteriores, las expediciones de la Compañía habían generado pérdidas (y continuarían haciéndolo en el futuro), así que habría sido justo decir que dichas operaciones no tenían valor ninguno. En 1720, la Compañía pagó un dividendo que superaba su ingreso neto —cosa insostenible—, lo que convirtió su rendimiento en un indicador de valor nada fiable.

La locura de las masas explica parte de los juicios erróneos durante la burbuja de los Mares del Sur, pero no todos. Por sí misma, la gente es perfectamente capaz de no saber lo que no sabe. Como inversores, tratamos de evaluar las decisiones y la durabilidad de organizaciones, cosa que no tiene mucho que ver con la psicología de masas. El proceso de estimación del valor de una acción requiere aplicar un razonamiento con probabilidad y estadística, y para eso hace falta un tipo distinto de conocimiento psicológico.

PENSAR RÁPIDO Y LENTO

¿Cómo debemos pensar en invertir? En el relato estilizado del psicólogo Daniel Kahneman sobre el proceso de toma de decisiones existen dos sistemas de pensamiento: el sistema 1, que piensa rápido, y el sistema 2, que piensa lento y en profundidad. El sistema 1 (llamado «cerebro reptiliano» en la ciencia popular) reconoce patrones automáticamente, con rapidez y sin esfuerzo, y saca a la luz lo que va a pasar a continuación. El sistema 2 asigna de mala gana la atención a pensamientos complejos, como la estimación del valor de una acción o la comprensión de Kahneman. Aunque la elección, la diligencia y la atención se asocian al sistema 2, nuestras decisiones suelen originarse en el sistema 1. Con frecuencia creemos decidir de manera racional, con una lógica paso a paso, cuando en realidad lo hacemos mediante un reconocimiento de patrones emocional, esto es, mediante la intuición. Cuando esas intuiciones van ligadas a la probabilidad y la estadística, no deberíamos confiar en ellas.

El sistema 2 no tendría con qué trabajar si el cerebro reptiliano no sugiriera constantemente relaciones de causa y efecto e infiriera intenciones, aunque muchas pistas resulten falsas. Dado que nuestra intuición produce sentimientos y predisposiciones con tanta facilidad, es frecuente que genere la ilusión de la verdad y una comodidad injustificada en sus creencias. La confianza surge más a menudo de la ignorancia que del conocimiento.

El sistema 1 obvia la ambigüedad y amortigua la duda aplicando una visión de túnel a la evidencia inmediatamente visible. Kahneman lo llama «lo que ves es lo que hay». Con frecuencia, en vez de responder una pregunta complicada, nuestro cerebro responde otra más fácil usando la heurística, es decir, atajos. El sistema 1 presta más atención a las sorpresas y a los cambios que a lo que es normal, a la media, a lo recurrente. Da un peso excesivo a las probabilidades bajas, encaja las decisiones en marcos estrechos y es más sensible a las pérdidas que a las ganancias.

¿CÓMO SE COMPORTAN DE VERDAD LOS INVERSORES?

Kahneman comentaba que los seres humanos no se comportan tal y como los economistas asumen que lo hacen los hombres de economía racionales. Según el uso común de la palabra «racional», la mayoría de las decisiones son razonables. Los economistas añaden como requisitos que las elecciones sean lógicamente coherentes y maximicen el bienestar económico. Nadie que yo conozca, ni el más avaricioso de todos los capullos, maximiza nada decididamente (salvo la miseria) de un modo lógicamente coherente. El más racional quizá sea Warren Buffett, el gran inversor en valor y director general de Berkshire Hathaway. La mayoría de la gente no es tan unidimensional, sino que hace transacciones con dos o más objetivos opuestos al mismo tiempo. Optimizan. Tienen en mente el rendimiento, pero también el riesgo: el hombre económico no se muestra reacio a los riesgos, yo sí. Cuando me desconciertan las elecciones de otras personas, me planteo la existencia de otros motivos detrás de esas decisiones.

Al analizar cómo los economistas suponen que se comporta el hombre económico, recuerdo que soy un ser humano defectuoso y falible, aunque luche constantemente para mejorar.

- Información perfecta: todo el mundo tiene toda la información relevante sobre todos los valores, aunque esté oculta o sea privada, y nadie está desinformado.
- Previsión perfecta: sabemos exactamente cómo se desarrollará el futuro.
- La gente calcula y compara las probabilidades y la utilidad esperada de todo.
- Todo el mundo interpretará las noticias correctamente.
- Los gustos no cambian (¡invertir en minoristas para adolescentes está tirado!).
- Todo el mundo es infinitamente avaricioso (¿de verdad es racional querer más dinero del que se necesita?).

- Los trabajadores contratados harán lo mismo que harían los propietarios.

Los economistas estudian el riesgo de inversión desde las alturas y meten todo tipo de riesgos en un mismo saco. Aplican al mercado una «mirada externa» y categorizan los resultados para un grupo entero de sujetos estadísticos, con lo que buscan el efecto neto sobre el sistema en su conjunto, no resultados individuales. Por ejemplo, si los precios del petróleo aumentan y los beneficios de las aerolíneas y los camioneros caen en la misma cantidad que suben los beneficios de las petroleras, al sistema eso no le importa, por lo que no hay ningún riesgo sistémico neto. El riesgo se ha diversificado. Desde este punto de vista, no importa si el riesgo se deriva de unos ejecutivos ineptos o poco honrados, de la obsolescencia o de una deuda excesiva; todo es «riesgo del mercado».

No obstante, los inversores perciben una multitud de tipos de riesgo, algunos más atractivos que otros, y un mayor riesgo en líneas generales. Yo vigilo atentamente el riesgo de pagos excesivos, aunque desde la perspectiva del sistema eso no importa porque mi pérdida es tu ganancia. La mirada externa tampoco es natural porque, al contrario que la mayoría de los analistas de bonos, obvia la historia y los detalles del caso que se tiene entre manos y no intenta pronosticar su resultado único. Sin embargo, la mirada externa puede resultar útil para estimar una tasa base de probabilidad para la clase de referencia estadística adecuada.

Una tasa base es la frecuencia de un atributo en una población estadística. Por ejemplo, quizá el 2 % de los proyectos de investigación en biotecnología logre desarrollar un medicamento rentable. Si volvemos a las características del caso, podríamos redefinir la clase de referencia como las biotecnologías bien financiadas que estén avanzadas en el proceso de autorización por parte de la agencia estadounidense Food and Drug Administration (Administración de Alimentos y Medicamentos o FDA). Al utilizar de un modo demasiado

generalizado una clase de referencia, la mirada externa puede convertirlo todo —incluidos juegos mixtos de azar y habilidad, como el tenis, el ajedrez o la inversión— en puros juegos de azar.

¿NO SON EFICACES LOS MERCADOS?

La teoría de los mercados eficientes (TME) se basa en una serie de suposiciones conductuales que son más ciertas que falsas. En el mundo real, ningún individuo tiene información perfecta sobre todos los valores del mercado, y no todo el mundo está igual de bien informado, pero sí existe información bastante buena disponible para quienes la quieran. No todo el mundo interpreta la información igual, aunque mucha gente sí coincide. Pese a que nadie hace pronósticos perfectos, el mercado mira hacia delante. Los inversores tratan de valorar las acciones racionalmente, pero no todos los compradores son inversores. La gente no debería hacer transacciones salvo cuando una acción tiene un precio incorrecto, aunque muchos lo hacen. Los costes de las transacciones no son cero, pero han caído a niveles bajos. Quien se tome demasiado en serio la suposición de la ausencia de impuestos va a tener problemas con la agencia estadounidense Internal Revenue Service (Servicio de Impuestos Internos o IRS).

La TME llega a conclusiones más ciertas que falsas, como, por ejemplo, que en todo momento las acciones tendrán precios justos; que reflejarán de manera omnisciente toda la información en todas partes; que los precios fluctuarán arbitrariamente conforme lleguen noticias o cambien los tipos de interés, o que todas las acciones ofrecerán el mismo rendimiento ajustado al riesgo de capital. (Entonces, ¿por qué seleccionar acciones?) Nadie debería esperar que ninguna acción o cartera supere al mercado. Los rendimientos no pueden mejorarse, pero sí es posible diversificar la volatilidad con una cartera que rastree el mercado en su totalidad: un fondo indexado. El

único nivelador para mejorar los rendimientos —en el mundo real, en el que hay tasas e impuestos— es evitar esos gastos. La TME era tan convincente que llevó a John Bogle, fundador del gigante fondo mutualista Vanguard, a presentar el primer fondo indexado al S&P 500 de tasa baja.

Para mí, la TME es un relato aleccionador. Es cierto que la persona media obtendrá resultados medios. Pero, como en cualquier otra empresa, alguna gente tiene más capacidad e interés que otra. En todo juego competitivo, los ganadores van a la par que los perdedores. Eso no significa que no merezca la pena jugar. No obstante, al observar el resultado medio para esa categoría en su conjunto, todo el mundo debería aplicar la fórmula de «hazlo y olvídate» con los fondos indexados. La competencia también es lista y diligente, así que hará falta más que eso para sacar ventaja.

¿Somos más racionales desde un punto de vista económico y estamos más nivelados emocionalmente que la persona media? ¿Tenemos compromisos financieros que puedan limitar nuestra capacidad para ser pacientes conforme crezcan nuestras inversiones? ¿Estamos más interesados en unirnos a la masa que en hacer cosas que no entendemos, o en entender por qué la gente hace las cosas? Las respuestas nos ayudarán a determinar si pertenecemos a un grupo estadístico distinto a la categoría de inversores más amplia.

El interés llega antes que la aptitud, así que yo voy con quienes ven la selección de acciones como un gran juego de habilidad y el mercado bursátil como un puzzle fascinante con más ángulos que un cubo de Rubik. Y a la inversa: para quienes vean la investigación en inversión como una tarea rutinaria y el mercado bursátil como un juego de azar, los fondos indexados serán la mejor opción.

Los inversores en índices creen que obtienen recompensas por adoptar un riesgo de mercado global, mientras que los inversores en valor piensan que también se les paga por hacer lo contrario cuando otros muestran un mal comportamiento. Quien no tenga interés en dilucidar qué puede ser un buen o un mal comportamiento no con-

siderará dicho factor como una fuente de beneficios. No siempre es cuestión de elegir entre una cosa u otra: a alguna gente lo que le funciona es tener un fondo indexado, además de un fondo de gestión activa y valores individuales.

ARREPENTIMIENTOS

Independientemente de si invertimos en acciones individuales, en un fondo de gestión activa o en un fondo indexado, es probable que las fuentes de nuestro arrepentimiento procedan de los cinco cubos invertidos (errores) que exploramos en este libro:

1. Permitir que las emociones, y no la razón, guíen las decisiones.
2. Pensar que sabemos más de lo que sabemos en realidad.
3. Confiar el capital a la gente equivocada.
4. Elegir negocios propensos al fracaso por obsolescencia, competencia o deuda excesiva.
5. Pagar de más por las acciones, sobre todo por las que tienen historias vívidas e impactantes.

En la primera parte del libro exploramos cómo el impulsivo cerebro reptiliano provoca tendencias decisorias predecibles, que resultan fatales cuando las distinciones entre invertir, especular y jugar no se entienden bien y cuando los inversores no aprenden de los errores. La gente que no reflexiona antes de actuar no se da cuenta de que hay temas que conoce en profundidad y otros que no, y algunos más para los que nadie tiene respuesta.

En la segunda parte buscamos los puntos ciegos de las inversiones, que pueden ser pequeños detalles de las dinámicas presentes en la asesoría de inversiones, valores exóticos o ciertas industrias. O también cuestiones astronómicas sobre malentendidos interculturales o sobre la vinculación (o no) de las estadísticas económicas con

determinadas acciones. Lo mejor es estudiar nuestros puntos fuertes y limitaciones, para poder entender así a los agentes a los que vamos a confiar nuestro capital.

La tercera parte trata sobre la evaluación de la honradez y las capacidades del órgano de gestión. Los gestores bien cualificados llevan negocios centrados en hacer algo de valor único para los clientes y en aplicar el capital donde se obtengan los mejores rendimientos. Los timadores dejan pistas, y muchas de ellas se encuentran en las cuentas corporativas.

Incluso los gestores capacitados tendrán que luchar en negocios duros, así que la cuarta parte del libro explora por qué algunas industrias son más duraderas o resistentes que otras. Productos patentados, poca competencia, cambios evolutivos y pocas deudas son elementos que amplían la longevidad corporativa.

El valor de una acción es el resultado de sus ingresos, crecimiento, longevidad y seguridad, y por eso en la quinta parte juntamos todas las piezas. Para calcular una tasa de descuento, examinamos patrones históricos de rendimiento de las acciones. Para asegurarnos de descontar los flujos de caja correctos, analizamos la calidad de las ganancias. Incluso cuando hemos identificado correctamente una acción como infravalorada, suele terminar estándolo aún más.

DIVERSIFICACIÓN E ÍNDICES

Entonces, ¿hay que seleccionar acciones o diversificar con un fondo? La diversificación puede extender, reducir y transformar los riesgos, en mayor medida los relacionados con las empresas, y menos los ligados al inversor particular. Si bien un fondo indexado al S&P 500 es una forma de diversificación muy completa, los fondos de gestión activa y las carteras de acciones individuales también están diversificados. Si nos ponemos a hacer transacciones impulsivamente como un derviche que da vueltas sin parar, no importa mucho que lo hagamos con

el S&P 500 o con acciones concretas. En ese caso, la diversificación no ayudará nada, aunque sí nos evitará concentrar las inversiones en áreas que no entendemos. Los inversores en índices pueden confiar en reglas más generales y en un conocimiento económico más general que los selectores de acciones, que necesitan entender el crecimiento y el escenario competitivo de industrias y empresas concretas.

Un fondo indexado adopta una mirada externa para ver los riesgos del fraude corporativo: desperdicios, obsolescencia, bancarrota y valoración de acciones. En algunos órganos de gestión empresarial hay idiotas o delincuentes. Por muy pequeña que sea la frecuencia media de la mala gestión, en un fondo indexado estará presente. Aunque también lo estarán algunos innovadores brillantes y algunos administradores ejemplares, en línea con esas tasas base. Hay industrias que están desapareciendo y empresas económicamente ahogadas. El índice las mantiene en proporción a sus valores de mercado, y sale de los apuros que eso supone porque además incluye, también en proporción, estrellas nacientes y gallinas de los huevos de oro. Los inversores en índices no necesitan detenerse en los detalles, solo saber si el balance es más favorable que negativo. A no ser que el sistema económico de un país al completo esté corrupto o anticuado, el neto suele ser positivo.

La valoración y los rendimientos de un fondo indexado son una especie de medias grupales para todo un grupo de acciones, con gangas espectaculares que compensan los mastodontes grotescamente sobrevalorados; esto es, siempre que admitamos que existen las gangas y las burbujas, cosa que la TME niega. Para quienes no sean auténticos creyentes, es posible que el índice venda por un valor superior al intrínseco y que los rendimientos de acciones esperados no sean, en comparación, atractivos. En este punto, pediría a los lectores de este libro que meditasen sobre los rendimientos esperados de un conjunto de oportunidades a mayor escala. Podemos meter nuestro dinero en acciones nacionales y extranjeras, en varias clases de bonos, inmuebles, efectivo, arte, oro, Spam™ y municiones. Por lo general, aunque no siempre, las acciones son la alternativa inteligente.

Los inversores en índices minimizarán sus arrepentimientos de forma distinta a los selectores de acciones, centrándose más en frenar actividades innecesarias y en expandir su base de conocimientos. Tienden a no darle demasiadas vueltas al valor intrínseco, aunque creo que se arrepentirían aún menos si lo hicieran. La mala conducta fiduciaria y el fracaso financiero son, para ellos, golpes inesperados. En contraste, los selectores de acciones concentrados pueden saltar por los aires en cualquiera de los siguientes frentes: decisiones emocionales, lagunas de entendimiento, colaboración con tipos malos, alteraciones inesperadas, demasiadas deudas o pagos excesivos. Aunque les encantaría minimizar todos esos riesgos de forma simultánea, no pueden hacerlo. La buena noticia es que los selectores de acciones mejoran sus resultados simplemente recortando aquello que lastra los rendimientos. Buscan acciones infravaloradas de empresas que entienden en industrias florecientes con una gestión honrada y capaz.

CÓMO PENSAR EN INVERTIR

A la hora de invertir, todo comienza con decisiones. Cuando evaluamos las decisiones ajenas, se genera una sensación de salón de los espejos. Tratamos con el futuro desconocido y los hechos no son evidentes. Así, como animales sociales que somos, buscamos otras opiniones, que pueden estar equivocadas, y a veces muchísimo. Como individuos, lo mejor que podemos hacer es tomar decisiones con la cabeza, usando nuestro sistema 2 (pensar con lentitud), aspirando a menos opciones pero mejores. La implicación más directa de esto es evitar una rotación excesiva y tratar de invertir basándose en «¿qué vale esto?» más que en «¿qué es lo próximo?». Aunque también supone elegir un formato para invertir que funcione para nosotros, ya sean acciones, fondos indexados, fondos de gestión activa o algo distinto.